

**כרמל אולפינים בע"מ**

<b>Aa2</b>	<b>דירוג סדרה</b>
------------	-------------------

הדירוג ניתן לסדרה של אג"ח שתנפיק כרמל אולפינים בע"מ ("כאו"ל" או "החברה") בהיקף של עד 850 מיליון ש"ח. האג"ח עומדות לפרעון בשמונה תשלומים שנתיים שווים החל משנת 2013. מח"מ הסדרה הינו שמונה שנים בקירוב. הדירוג מותנה בהתחייבות כאו"ל לשמור על יחס חוב נטו ל-CAP שלא יעלה על 50% החל מיום 31.12.2007 ועל יחס חוב נטו ל- CAP שלא יעלה על 45% החל מיום 30.6.2008 ולאורך כל חיי האגרת. החברה מצהירה כי בכוונתה לגדר את סדרת האג"ח באופן מלא באמצעות עסקאות IRS.

**פרופיל החברה**

כרמל אולפינים בע"מ ("החברה" או "כאו"ל") חברת תעשייה הפועלת בתחום הפטרוכימיה ועוסקת בייצור ושיווק של חומרי גלם פולימרים מסוג פוליפרופילן (Polypropylene) ופוליאיתילן בצפיפות נמוכה (Low Density Polyethylene) המהווים חומרי גלם עיקריים בתעשיית הפלסטיק. החברה היא היצרנית היחידה בישראל של חומרי גלם פולימריים, ומספקת כ-70% מצריכת הפוליאיתילן בשוק המקומי וכ-50% מצריכת הפוליפרופילן, ומתחרה בעיקר מול ייבוא של מוצרים אלו. בנוסף היא מייצרת את המונומרים אתילן ופרופילן, המשמשים כחומרי זינה לייצור הפולימרים. החברה מוכרת מונופול בשוק ייצור הפוליאיתילן בצפיפות נמוכה בישראל ובשוק ייצור האיתילן בישראל, בהיותה ספקית של מעל ל-50% מהמוצרים לשוק המקומי. כאו"ל עוסקת גם בייבוא ושיווק בישראל של פולימרים שאינם מיוצרים על ידה (כגון פוליאיתילן ליניארי ופוליאיתילן בצפיפות גבוהה). כ-70% מההכנסות החברה נובעים מהשוק המקומי, והיתר מייצוא לחו"ל, בעיקר למערב אירופה (איטליה, אנגליה ותורכיה).

הפוליפרופילן משמש כחומר גלם בתעשיית הפלסטיק בייצור מוצרים כמו ריהוט גן, סיבים, חוטים לשטיחים, חיתולים, צעצועים, בקבוקים ומכלים. הפוליאיתילן משמש כחומר גלם בעיקר בייצור של שקיות ניילון, כסויי חממות בחקלאות ואריזות גמישות.

אתר הייצור של כאו"ל כולל תשלובת של מתקנים, שבמרכזה מתקן המונומרים שמספק אתילן ופרופילן למתקנים לייצור הפוליאיתילן והפוליפרופילן. המתקנים מחוברים ביניהם, וכן מחוברים לבז"ן בצורת שדרכה מוזרמים חומרי זינה ומוחזרים מוצרי לוואי. בנוסף, שוכרת החברה את הקרקע למתקן עזר ליבוא ואחסון של אתילן בנמל הקישון, המחובר בצורת ישירות למתקני כאו"ל. מתקני הייצור של החברה מופעלים בתהליך רציף ללא הפסקה,

מתקני הפולימרים מופעלים במלוא כושר הייצור ואילו מתקני המונומרים (אתילן ופרופילן) מופעלים בניצולת יצור חלקית של כ-86% עקב הפסקת פעילות לקוח עיקרי של אתילן. חומר הזינה העיקרי המשמש בתהליך הייצור הינו נפטא המסופקת על ידי בז"ן. תהליך הייצור של הפולימרים כרוך בשלב הראשון בפיצוח של הנפטא לגזים שונים, ובעיקר אתילן ופרופילן המשמשים כחומרי גלם לייצור מוצרי הפוליאיתילן והפוליפרופילן. בשנת 2004 החלה החברה בפרויקט שבמרכזו הקמת מתקן נוסף לייצור פוליפרופילן, שנועד להגדיל את כושר הייצור של הפוליפרופילן מהיקף של כ-200 אלף טון לשנה, להיקף של כ-450 אלף טון לשנה. הפעלת המתקן החלה באופן הדרגתי בחודש ינואר 2007 והיא צפויה להימשך מספר שבועות. ההשקעה במתקן ובמתקנים ותשתיות נלווים לו צפויה להסתכם בכ-325 מיליון דולר.

מחברים:  
סיגל יששכר  
ראש צוות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אנשי קשר:  
אביטל בר דיין  
סמנכ"ל, ראש תחום  
תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

מידרוג בע"מ  
מגדל המילניום  
רח' הארבעה 17  
תל-אביב, 64739  
טל': 03-6844700  
פקס: 03-6855002  
[info@midroog.co.il](mailto:info@midroog.co.il)  
[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**דוח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 12.3.2007. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.**

כאו"ל: נתונים כספיים עיקריים  
במיליוני ש"ח

FY 01	FY 02	FY 03	FY 04	FY 05	Q1-3/05	Q1-3/06	
1,210	1,217	1,415	1,653	2,139	1,613	1,430	הכנסות
153	141	223	302	422	345	136	רווח גולמי
50	53	120	208	306	262	57	רווח תפעולי
148	140	201	283	389	323	117	EBITDA
(6)	41	76	183	242	210	51	רווח נקי
12.6%	11.6%	15.8%	18.3%	19.8%	21.4%	9.5%	% רווח גולמי
12.2%	11.5%	14.2%	17.1%	18.2%	20.0%	8.2%	EBITDA %
113	55	-	221	766	611	1,555	חוב פיננסי
971	994	1,070	1,020	1,129	1,097	1,095	הון עצמי
1,532	1,511	1,517	1,738	2,403	2,193	3,114	סך נכסים
8.3%	1.8%	-	15.4%	37.1%	32.4%	55.0%	חוב פיננסי / CAP
63.4%	65.8%	70.5%	58.7%	47.0%	50.0%	35.2%	הון עצמי / מאזן

מתקני הייצור של החברה ומשרדיה ממוקמים באזור התעשייה הצפוני של חיפה, בצמוד לבתי הזיקוק. החברה מחזיקה בזכויות בקרקעות שעליהן ממוקמים המתקנים, בשטח כולל של כ-380 דונם, מתוקף הסכמי העברה ופויי כוח בלתי חוזרים מאת בז"ן ומפ"ב בעת הקמתה. הבעלויות על המקרקעין האמור, אינן רשומות על שם החברה אצל רשם המקרקעין עקב בעיות חלוקה מחדש (פרצלציה) של המקרקעין. החברה רשמה הערות אזהרה לטובתה אצל רשם המקרקעין. בסוף שנת 2006 העסיקה כאו"ל כ-475 עובדים.

כאו"ל הינה חברה פרטית שמניותיה מוחזקות בשיעור של 50% על ידי בתי זיקוק הנפט בע"מ ("בז"ן")- עד לאחרונה חברה ממשלתית שהופרטה בחודש פברואר 2007, ובשיעור של 50% על ידי מפעלים פטרוכימיים בע"מ ("מפ"ב") - חברה ציבורית שמניותיה רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. בז"ן מחזיקה ב-12.6% מהון המניות של מפ"ב, כך שהיא מחזיקה בסך הכל כ-56.3% מהון המניות של כאו"ל, אולם זכויות ההצבעה בין מפ"ב ובז"ן בכאו"ל שוות. כאו"ל הוקמה בשנת 1991 במסגרת מיזוג נכסים של בז"ן ושל מפ"ב. מנכ"ל החברה החל משנת 2002 הינו מר צ'רלי שפר. יו"ר הדירקטוריון הינו מר דויד פדרמן, בעל השליטה במפ"ב.

כאו"ל רוכשת מבז"ן, באמצעות החברות לשיווק דלק, את חומר הזינה העיקריים בתהליך הייצור, ובעיקר נפט וגפ"מ הנדרשים בייצור האתילן, וכן חלק מצריכת הפרופילן. כמו כן רוכשת פרופילן מבית הזיקוק באשדוד. בז"ן מספקת לכאו"ל את צריכת החשמל למתקן האתילן, את הקיטור הנדרש לשריפת גזים בלפיד של כאו"ל הנמצא בשטח בזן וכן שירותי טיהור שפכים העוברים בצינורות מכאו"ל לבז"ן. רכישת חומרי הזינה והשירותים הנוספים מבז"ן נעשית על פי חוזה משנת 1997 שהוארך ביום 15 למרץ 2004, ערב ביצוע ההשקעה בהרחבת מתקני החברה, כחלק מהסכם כולל בין כאו"ל, מפ"ב ובז"ן המסדיר את היחסים בין הבעלים ("הסכם הבעלים"). הסכם הבעלים קובע, בין השאר, כי הסכם האספקה של חומרי זינה למתקן הפוליפרופילן החדש יימשך למשך 10 שנים החל ממועד הרצת המתקן החדש. לגבי יתר המתקנים, קובע הסכם הבעלים כי הסכם האספקה יחול עד לשנת 2011. לדברי הנהלת החברה, לבז"ן התחייבות כללית לאספקת חומרי הזינה לכאו"ל, במסגרת הסכם המיזוג משנת 1988. בהסכם זה התחייבה בז"ן לעשות את מירב המאמצים על מנת לספק את חומרי הזינה הנדרשים לכאו"ל לשם ייצור במלוא התפוקה, אלא אם יהיה מחסור עקב שינויים מבניים בקווי הייצור של בז"ן, כי אז יהיה על כאו"ל ועל בז"ן למצוא את הפתרון הטוב ביותר מבחינה כלכלית וטכנית ולהשלים את הכמות החסרה של חומרי זינה.

## ההשקעה במתקן החדש לייצור פוליפרופילן 2004-2007

במהלך הרבעון הקרוב צפויה כאו"ל להשלים תוכנית השקעות שהחלה בשנת 2004, בהיקף כספי כולל של כ-325 מיליון דולר, מתוכם בוצעו עד לסוף שנת 2006 כ-296 מיליון דולר. ההשקעה מומנה עד כה באמצעות מקורות החברה, הלוואות בנקאיות בישראל ובחו"ל ואשראי לזמן קצר מבנקים בישראל. להלן עיקרי תוכנית ההשקעה:

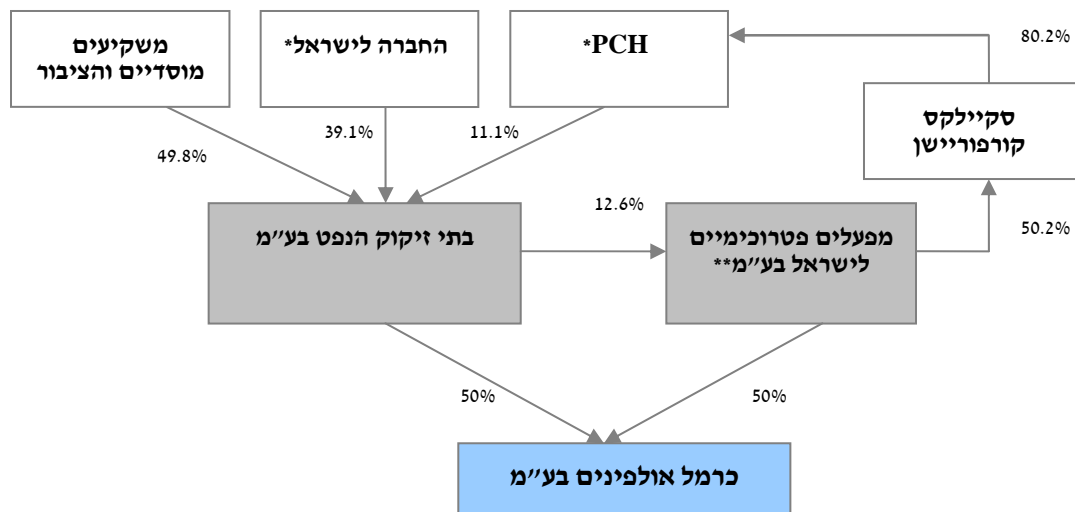
- הקמת מתקן חדש לייצור פוליפרופילן בטכנולוגיה משופרת בהיקף של 250 אלף טון לשנה. המתקן החדש יעבוד בטכנולוגיית Spherizone, המהווה שיפור משמעותי של הטכנולוגיה של המתקן הקיים, אולם עד כה הופעלה רק באתר אחד בעולם. החברה רכשה זכויות ידע להפעלת המתקן החדש מחברת Basell, אחת מיצרניות הפולימרים הגדולות באירופה המפעילה כיום מתקן בטכנולוגיה זו. הטכנולוגיה של המתקן החדש תאפשר לייצר סוגי פוליפרופילן חדשים ובעלי איכויות משופרות שאינם ניתנים לייצור בטכנולוגיה הקודמת. גודלו של המתקן דומה בהיקפו למתקנים החדשים המוקמים כיום במדינות אחרות. הקמת המתקן היא חלק מהאסטרטגיה של החברה להגדיל את כושר הייצור של הפוליפרופילן, שהינו מקור ההכנסות והרווח העיקרי שלה. הפעלה מלאה של המתקן החדש תגדיל את כושר הייצור השנתי של הפוליפרופילן מהיקף של 200 אלף טון כיום להיקף של 450 אלף טון. ההשקעה במתקן הושלמה בחלקה הגדול, והפעלתו הראשונה צפויה במהלך חודש פברואר 2007. על פי התוכניות, הוא צפוי לפעול בתפוקה מלאה החל מהרבעון השלישי של שנת 2007.
- הקמת מתקן מטתזיס לייצור פרופילן המשמש כחומר זינה בייצור הפוליפרופילן. הקמת המתקן תאפשר לחברה לייצר 70% מכמות הפרופילן הנדרשת לצריכה עצמית לצורך ייצור הפוליפרופילן בתפוקה המוגדלת. כ-25% נוספים מצריכת הפרופילן תסופק מבתי הזיקוק בחיפה ובאשדוד ו-5% נוספים מחומר הזינה לפוליפרופילן יסופקו באמצעות אתילן, בתהליך ייצור של מוצרים בעלי ערך מוסף המשלבים אתילן ופרופילן. הקמת מתקן המטתזיס מצויה בשלבים מתקדמים וצפויה להסתיים בחודש מרץ 2007.
- הרחבה ושדרוג של מתקן האתילן הקיים והרחבת תשתיות נוספות. השקעה זו מאפשרת לחברה לשמר את יכולת ייצור האתילן הקיימת ואף להגדילה בשיעור מסוים. ההשקעה במתקן האתילן המורחב הושלמה ברבעון הרביעי של שנת 2006. בנוסף כוללת התוכנית הרחבת תשתיות הנדרשות להרחבת כושר הייצור כמו מערכות חשמל, מגדלי קירור מים ושדרוג המתקן לטיפול בשפכים.

כרמל אולפינים : כושר ייצור באלפי טון לשנה		
לאחר השקעות חדשות	לפני השקעות חדשות	
450	200	פוליפרופילן
165	165	פוליאתילן
240	210	אתילן (זינה)
315	120	פרופילן (זינה)

## בעלות, ניהול ואסטרטגיה

**הפרטת בז"ן וכניסתה של מפ"ב לגרעין השליטה בבז"ן שינתה את יחסי הכוחות בין שתי בעלות השליטה בכאוו"ל. מבנה גרעין השליטה בבז"ן מצוי עדיין בתהליכי התהוות עם אופציה למפ"ב להרחיב את חלקה**

בחודש פברואר 2007 הושלמה הפרטת בז"ן, במסגרתה הוצעו לציבור כל אחזקות המדינה בבז"ן. בשלב ראשון התקיימה הצעת מכר פרטית בה הוקצו למשקיעים מוסדיים 44% ממניות בז"ן, ובשלב שני בוצעה הצעת מכר לציבור, במסגרתה רכשה קבוצת משקיעים הכוללת את פטרוליום קפיטל הולדינגס בע"מ ("PCH") ואת החברה לישראל בע"מ ("החברה לישראל") 46% מהון המניות של בז"ן. השלמת הרכישה כפופה לקבלת כל האישורים הנדרשים, לרבות קבלת היתר שליטה מהממשלה ואישור הממונה על ההגבלים העסקיים. PCH הינה חברה בת (80.1%) של סקיילקס קורפוריישן בע"מ ("סקיילקס") הנשלטת על ידי מפ"ב (50.2%) (החברה לישראל ביחד עם PCH יקראו להלן "גרעין השליטה בבז"ן"). יתר מניות בז"ן (10%) נרכשו על ידי הציבור הרחב. על פי מזכר ההבנות בין PCH לבין החברה לישראל ערב רכישת השליטה בבז"ן, חלקה של PCH בגרעין השליטה בבז"ן הינו 20% וחלקה של החברה לישראל 80%. ל-PCH זכות אופציה להגדיל את חלקה בגרעין שליטה עד ל-45% מהמניות (כ-20% ממניות בז"ן). לאחר המכרז לציבור הגדילה קבוצת השליטה בבז"ן את אחזקותיה בבז"ן באופן שכיום היא מחזיקה 50.3% ממניות בז"ן, בתוך כך חלקה של החברה לישראל הוא 78% מקבוצת השליטה (39.1% מהון המניות של בז"ן) וחלקה של PCH הוא 22% (11.1% מהון המניות של בז"ן).



\*בין החברה לישראל מצד אחד לבין PCH וסקיילקס מצד שני (להלן-"קבוצת השליטה בבז"ן") קיים מזכר הסכמות המסדיר את השליטה המשותפת בבז"ן ואת האופציה להגדלת חלקה של PCH בקבוצת השליטה בבז"ן \*\*בעלת המניות העיקרית במפ"ב (62.41%) הינה מודגל תעשיות (99) בע"מ, חברת פרטית הנשלטת על ידי חברות בשליטת מר דוד פדרמן ומשפחתו, מר יעקב גוטנשטיין ומר אלכס פסל. כ-12.6% נוספים מהון המניות של מפ"ב מוחזקים על ידי בז"ן וכ-6.1% מוחזקים על ידי כתר פלסטיק. יתר מניות מפ"ב מוחזקים בידי הציבור.

**קשיחות תנאי העסקת העובדים פוגעת בגמישות התפעולית. יחד עם זאת, החברה ביצעה תוכנית התייעלות משמעותית בשנים 2002-2003**

כאו"ל מעסיקה כ-470 עובדים, מהם כ-300 עובדים קבועים, כ-100 עובדים זמניים ובחוזים אישיים והיתר עובדי בז"ן מושאלים. מרבית עובדי החברה מועסקים במסגרת הסכם עבודה קיבוצי ומאוגדים תחת ועד עובדים. כתוצאה מכך, הגמישות בנושא תנאי העסקה, ניידות עובדים ופרישת עובדים הינה מוגבלת, פועל יוצא בין השאר של היותה של החברה חלק מבז"ן עד למיזוג בעשור הקודם. יחד עם זאת, באופן הדרגתי מצליחה הנהלת החברה לצמצם את מצבת כוח האדם. בשנים 2001 ו-2003 פרשו פרישה מוקדמת כ-130 עובדים והחברה הפרישה בגין עלות פרישתם כ-60 מיליון ש"ח בשנים האמורות. מרבית כוח האדם בחברה הינו ותיק, ולהערכת מידרוג עלות העסקתו והעלות לפרישה מוקדמת של עובדים הינן גבוהות יחסית.

**מדיניות לחלוקה של 35% עד 70% מהרווח הנקי כדיבידנד לבעלי המניות**

במסגרת הסכם הבעלים נקבע כי החל משנת הכספים 2003 תהיה מדיניות הדיבידנד הקבועה של כאו"ל לחלק מידי שנה את יתרת תזרים המזומנים שנבע מפעילותה השוטפת באותה שנה בניכוי השקעות, ובשיעור שלא יפחת מ-35% ולא יעלה על 70% מהרווח השנתי של כאו"ל. עד לשנת 2001 לא חולקו דיבידנדים לבעלי המניות. במצטבר בין השנים 2001-2005 שילמה החברה דיבידנדים לבעלי המניות בסך של כ-466 מיליון ש"ח, הכוללים דיבידנד חד פעמי בסך של 180 מיליון ש"ח ששולם בשנים 2003-2004 במסגרת הסכם הבעלים (ולא כולל חלוקת מניות הטבה שבוצעה בשנת 2001). בנטרול התשלום החד פעמי, היוו הדיבידנדים השוטפים כ-50% מהרווח השוטף המצטבר בשנים אלו.

**אסטרטגיית החברה מתמקדת בהגדלת ההכנסות עם דגש על הגדלת כושר הייצור ופיתוח מוצרים חדשים**

אסטרטגיית החברה מדגישה את העקרונות הבאים: הגדלת את כושר יצור הפוליפרופילן, כדי לענות על הביקוש המקומי למוצר זה, במסגרת תוכנית ההרחבה; השקעת מאמצים ואמצעים רבים לפיתוחם של מוצרים בעלי תכונות משופרות אשר הינם בעלי ערך ללקוח ואשר ניתן למכור אותם בפרמיה בהשוואה למוצרים אחרים; יבוא של פולימרים תוך דגש על מוצרים אשר אינם מיוצרים על ידה והצריכה המקומית שלהם היא עשרות אלפי טון בשנה. יבוא זה מנצל את הפעילות של החברה בשוק המקומי תוך מיצוי משאבים ואמצעים קיימים.

## שיקולים עיקריים לדירוג

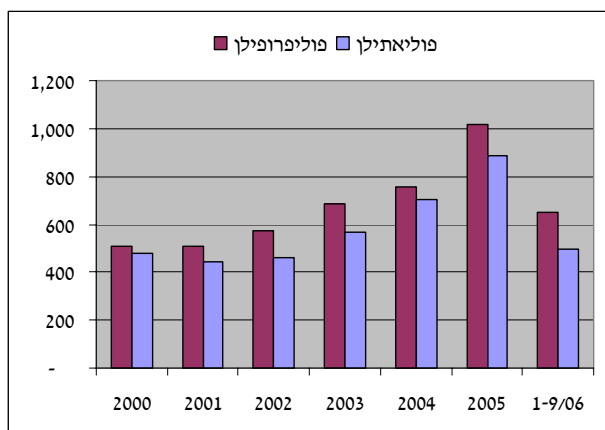
מעמד שוק חזק ויציב מאוד ויתרונות תחרותיים בולטים בתחום ייצור הפולימרים לשוק המקומי, המאופיינים בתעשיית פלסטיק רחבה וצומחת עם מרכיב ייצוא גבוה; ההשקעה בהרחבת כושר הייצור עומדת בפני סיום. הפעלת המתקנים תגדיל באופן משמעותי את כושר הייצור של הפוליפרופילן המהווה מוצר צומח שנהנה בשנים האחרונות מגידול בביקושים. הגידול בביקוש לפוליפרופילן צפוי להימשך גם בשנים הקרובות; המוצר העיקרי השני בחברה – פוליאטילן בצפיפות נמוכה, מאופיין בשיעור צמיחה נמוכים יחסית, אם כי התחזיות עולמיות אינן מצביעות על היווצרות עודף היצע בתחום; ייצור עצמי של מונומרים משפר את הרווחיות ומקנה לה גמישות תפעולית גבוהה. ההשקעות החדשות ירחיבו במידה ניכרת את כושר הייצור הפרופילן, ויצמצמו את תלותה בבוז'ן; ענף הפטרוכימיה מאופיין במחזוריות עסקית אינהרנטית המתבטאת בתנודתיות במרווח בין מחירי הפולימרים לבין מחירי מוצרי הזינה, המובילה לתנודתיות בהכנסות וברווחיות הגולמית. עם זאת, להערכת מידרוג, רמת הסיכון העסקי המאפיינת את סביבת הפעילות של החברה הינה נמוכה יחסית, בעיקר בשל מעמדה התחרותי החזק, חסמי כניסה גבוהים וצמיחה ברת קיימא בביקושים, המצמצמים את הסיכונים העסקיים; תלות גבוהה בבוז'ן כספקית בלעדית של חומרי הזינה נפטא, גפי"מ ופרופילן. לחברה הסכמי אספקה עם בז'ן עד לשנת 2011 (לגבי המתקנים הקיימים) ועד לשנת 2017 (לגבי המתקן החדש). החלפת השליטה בבז'ן יכולה בטווח הבינוני לשנות את מאזן האינטרסים בין בז'ן לכאו"ל. עם זאת התלות הינה הדדית וכאו"ל מהווה לקוח משמעותי של בז'ן; גידול מתמשך בהכנסות וברווחים בשנים האחרונות הודות לעלייה במרווחי המחירים; תזרימי מזומנים חזקים מאוד ויציבים המבטאים את חוזקה העסקי של החברה ביצירת מזומנים; גידול חד בחוב הפיננסי בשל תוכנית ההשקעות שתחל להניב מזומנים באופן מלא רק מהמחצית השנייה של שנת 2007. יחסי החוב לתזרים החופשי ולתזרים השוטף הנוכחי מגלמים את צורכי המימון הגבוהים של ההשקעה, אולם אינם מגלמים עדיין את תזרימי המזומנים שהיא צפויה להניב. פעילות מלאה של המתקן החדש בעלת פוטנציאל לשיפור מהותי ביחסי הכיסוי.

## חוזקות

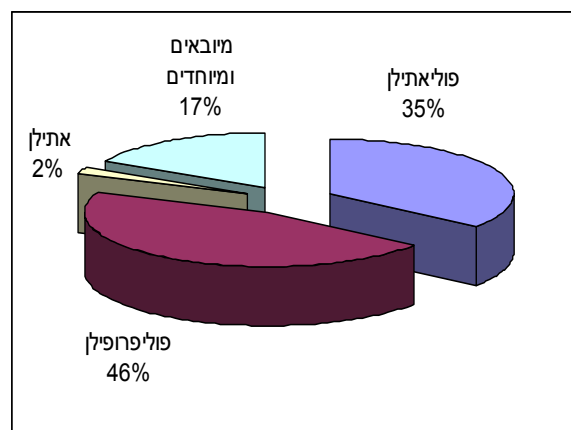
### מעמד שוק חזק מאוד ומוניטין גבוה בתחום ייצור הפולימרים בישראל

כאו"ל היא היצרן היחיד בארץ של פוליאטילן בצפיפות נמוכה ושל פוליפרופילן. החברה מעריכה כי חלקה בצריכה המקומית של פוליפרופילן ופוליאטילן הינו כ-50% וכ-78%, בהתאמה. בשוק המקומי, החברה מתמודדת בתחרות בעיקר מול יבואנים. היבוא לישראל מתבצע על בסיס מזדמן ממקורות שונים, בהתאם למחירי הייצוא השוררים בכל אחד ממקורות האספקה העיקריים (אירופה, ארה"ב, המזרח הרחוק). החברה מעריכה כי הלכות העיקרי שלה בשוק המקומי רוכש ממנה כמחצית מחומר הגלם שהוא צורך (בעיקר פוליפרופילן) והיתר מייבא מחו"ל.

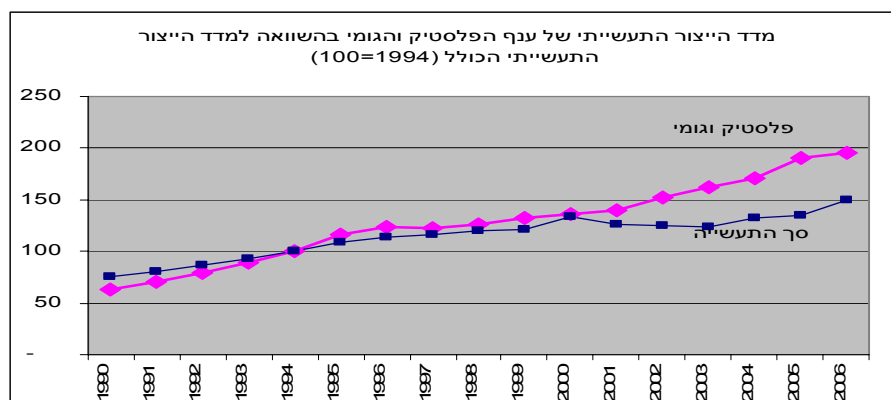
### התפתחות הכנסות לפי מוצרים עיקריים 2000-2006



### התפלגות הכנסות על פי מוצרים: 1-9/2006



בשוק המקומי נהנית כאו"ל מביקושים של תעשיית הפלסטיק הענפה והצומחת. ישראל היא אחת מיצרניות חומר הגלם הגדולות בעולם במונחי תפוקה לנפש. על פי נתוני התאחדות התעשיינים היקף המכירות של ענף הפלסטיק והגומי בישראל בשנת 2006 עמד על כ-3.6 מיליארד דולר – גידול של כ-7.0% לעומת שנת 2005, שבה נרשם גידול בשיעור של 4.0%. כ-53% מהמכירות הופנו לייצוא (גידול של כ-10.0% לעומת השנה הקודמת בה נרשם גידול של כ-8.0% במכירות לייצוא), בעיקר למערב אירופה ולצפון אמריקה. המכירות לשוק המקומי גדלו בשיעור של 3.8%. לחברה יתרונות מובנים בהשוואה למתחרים מחו"ל, ובעיקר מלאי זמין המאפשר ללקוחות בשוק המקומי לשמור על מלאי תפעולי נמוך. בשל מעמדה הדומיננטי בשוק המקומי החברה מקפידה על שירות ואמינות אספקה גבוהים בשוק המקומי, אסטרטגיה המתבטאת בין השאר בצבירת מלאים ללקוחות המקומיים על חשבון הייצוא לקראת תקופות של תחזוקת המתקנים. בשוקי הייצוא בהם היא פועלת (כ-30% מהמכירות במוצע בשנים האחרונות) היא מחזיקה בשיעור לא משמעותי בצריכה.



**שוק הפוליפרופילן נהנה מצמיחת ביקושים בארץ ובעולם. כאו"ל מייצרת במלוא התפוקה. הגדלת כושר הייצור תאפשר לחברה לנצל את הביקושים הגדולים בשוק העולמי ובישראל**

הפוליפרופילן הינו הפולימר בעל כושר העמידות הגבוה ביותר מבין הפולימרים השונים ובעל יכולת גבוהה לעמוד בחום. הפוליפרופילן משמש את תעשיית הפלסטיק בייצור מוצרים כגון: ריהוט גן, מחסני גן, סיבים, חוטים לייצור שטיחים, חיתולים, צעצועים, בקבוקים ומכלים, אריזות גמישות וקשיחות, פגושים וריפוד לרכב. לאור תכונותיו ועלותו הנמוכה יחסית לפולימרים אחרים, הוכנס החומר לשימוש בתחומים רבים כתחליף לחומרי בניה, עץ וחומרים פלסטיים יקרים. בשל כך נהנה הפוליפרופילן מביקושים הולכים וגדלים בעולם כולו. על פי נתוני Chemical Market Association Inc (CMAI), הביקוש העולמי לפוליפרופילן בשנים 2001-2006 גדל בשיעור שנתי ממוצע של 5.9%. אשר לשנים הבאות, צופים ב-CMAI כי שיעור הגידול השנתי הממוצע בביקוש ובהיצע של פוליפרופילן יעמוד על 5.5%. כאחד הפולימרים הזולים לייצור ובעל השימושים המגוונים ביותר, הפוליפרופילן צובר נתח שוק בעיקר על חשבון פולימרים אחרים, דוגמת הפוליסטירן והפוליאיתילן. התפתחות של טכנולוגיות ייצור מתקדמות יותר ששיפרו את כושר העמידות של הפוליפרופילן הובילו גם כן להרחבת מגוון השימושים במוצר.

אזור צפון מזרח אסיה, ובעיקר סין וקוריאה, צפוי להוסיף ולרשום את שיעור הגידול הממוצע הגבוה ביותר לפוליפרופילן. אחריו נמצאים מערב אירופה ומזרח אירופה. על פי הערכות CMAI, השינויים בביקוש לפוליפרופילן בעולם ובישראל תואם בקירוב את קצב הצמיחה בתוצר. על פי ההערכות של כאו"ל, היקף הצריכה של הפוליפרופילן בישראל גדל בשנים האחרונות בשיעור שנתי ממוצע של כ-4% והוא מסתכם במעל ל-300 אלף טון בשנת 2006. מחיר הפוליפרופילן בשוק המקומי אינו נתון תחת פיקוח ואין מכסים המגבילים יבוא של המוצר לישראל.

### **פוליאתילן-מוצר בוגר המאופיין בצמיחת ביקושים סולידית. לחברה מעמד מונופול ב-LDPE בישראל**

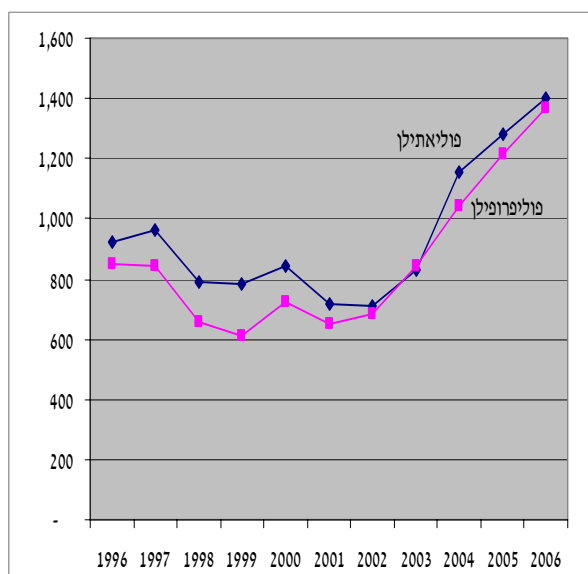
כאוו"ל מייצרת פוליאתילן בצפיפות נמוכה (LDPE) המשמש כחוי"ג למוצרי אריזה רכה, שימושים חקלאיים (יריעות וצנרת), כלי בית, בידוד חשמלי ותרמי ועוד. מוצר זה נמצא בשלב הבוגר של מחזור הצמיחה, ושיעור הצמיחה העולמיים בביקוש עומדים על כ-2.0% לשנה. עד שנת 1998 שלטה החברה על למעלה מ-90% מסך הצריכה המקומית של פוליאתילן, אולם בשל התהוות עודפי פוליאתילן בעולם והשחיקה במחירו, התחזק מעמדן של יבואניות המוצר בישראל. במהלך השנים האחרונות הרחיבה החברה את פעילותה בשווקים הבינלאומיים על חשבון הפעילות בשוק המקומי, והיקפי ייצור הפוליאתילן שלה גדלו. להערכת החברה, צפוי גל של עודפי ביקוש ביחס להיצע בשנים הקרובות בעקבות צמצום במסי' מתקני ייצור הפוליאתילן בעולם. לחברה מעמד מונופול בתחום הפוליאתילן (LDPE). מחירי המוצרים אינם כפופים לפיקוח, ועל יבוא פוליאתילן ממדינות שליטות מוטל מכס בשיעור של 4%.

**יכולת החברה לייצר בעצמה את מרבית כמות חומרי הזינה המשניים (אתילן, פרופילן) מצמצמת את מידת החשיפה לתנודתיות במחיריהם ולחסרים עולמיים ומשפרת את כושרה התחרותי של החברה**

האתילן והפרופילן הם מונומרים המשמשים כחומרי זינה בייצור הפוליאתילן והפוליפרופילן. החברה מייצרת בעצמה את כמות האתילן הנדרשת לה לייצור הפוליאתילן והפוליפרופילן. כמות נוספת של אתילן משלימה החברה מיבוא בהתאם לצורך, בעת תקלות המחייבות עצירות ארוכות ובעת הפסקות יצור מתוכננות. הביקוש לפרופילן בעולם, במיוחד לייצור פוליפרופילן, עולה על פוטנציאל כושר הייצור ממתקני אתילן, ועודפי הפרופילן המיוצרים בפצחנים בבתי זיקוק. מתחזית CMAI עולה כי מגמת המחסור תחמיר בעקבות עלייה חזקה בקצב הגידול של צריכת הפוליפרופילן ביחס לקצב הגידול של מתקני אתילן, ובמיוחד כאשר הגידול העיקרי הצפוי במזרח הקרוב הוא ממתקני אתילן חדשים המוזנים בגז אתן, שבו פוטנציאל הייצור של הפרופילן זניח. יהיה לכן צורך לפנות לדרכים חלופיות. כתוצאה מכך, ניכרת מגמה של עליית המחיר של פרופילן יחסית למחיר האתילן. תוכנית הפיתוח של כאוו"ל להקמת מתקן פוליפרופילן נוסף מתבססת בעיקר על ייצור פרופילן בתהליך Methathesis. תהליך אמור לספק את מרבית הפרופילן הנדרש לתהליכי הייצור במתקן החדש.

**גידול מתמשך בהכנסות, ברווח הגולמי ובתזרים התפעולי, בשל העלייה הגידול בביקושים לפוליפרופילן והעלייה העולמית במחירי הפולימרים, בעיקר בשנים 2003-2005. שנת 2006 הושפעה לרעה בגלל המלחמה בצפון שהובילה להשבתת מתקני החברה**

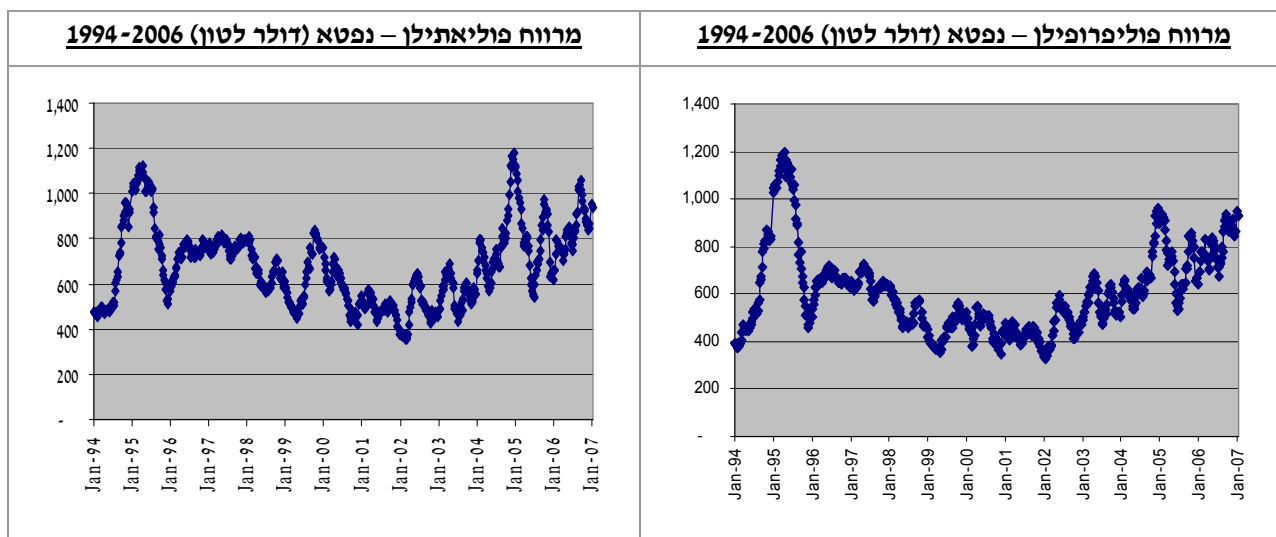
**מחירים עולמיים של LDPE ו-PP**



השנים 2000 עד 2005 אופיינו בעליית מחירים עולמית של הפולימרים, אשר תורגמו לעלייה מתמשכת בהכנסות כאוו"ל, על אף שהחברה פעלה במרבית התקופות במלוא כושר הייצור. הגידול במחירי הפולימרים הונע מחד, על ידי התייקרות הנפט הגולמי ומוצריו ומאידך, על ידי הגידול בביקושים לפולימרים, לצד גידול מתון יותר בכושר הייצור ובהיצע. ככלל החברה פועלת במלוא כושר הייצור, אולם השבתת מתקן האתילן לצורך תחזוקה אחת לארבע שנים וכן תקלות שונות במתקנים אחת למספר שנים הובילו לירידה בכושר הייצור לפרקי זמן מסוימים במהלך התקופה הנסקרת. בתוך כך, בשנת 2003 קרס לקוח מרכזי (עקב שריפה שאירעה במתקניו), שנהג לרכוש ממנה את מרבית עודפי האתילן שייצרה. קריסת הלקוח הובילה לצמצום תפוקת האתילן, ולירידה בתפוקת הפוליפרופילן לתקופה מסוימת.



הגידול במכירות תורגם לגידול ברווח הגולמי ולשיפור בשיעור הרווחיות. שיעור ה-EBITDA ביחס להכנסות עמד על טווח של 18-20% בשנים 2004-2005, לעומת 12-13% בתחילת העשור. השיפור ברווחיות הוא תוצאה של עלייה במרווח בין הפולימרים לבין חומרי הזינה, ובעיקר הנפטא. השיפור ברווחיות מוסבר בחלקו גם בניצול יתרונות לגודל במבנה העלויות, המאופיין במרכיב גבוה יחסית של עלויות קבועות, ובראשן עלויות העבודה והפחת. תוכנית ההתייעלות שיושמה בשנים 2001-2003 תרמה אף היא לשיפור ברווחיות.



בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 רשמה החברה ירידה של 11% בהכנסות בהשוואה לתקופה המקבילה, שארעה כולה ברבעון השלישי של השנה (ירידה של 37.5% בהכנסות לעומת הרבעון המקביל), ונבעה מהשבת מתקני הייצור בחודש יוני לצורך הרחבת המתקן ושיפוץ תקופתי ובמהלך החודשים יולי, אוגוסט וספטמבר, בשל המלחמה בצפון הארץ. כתוצאה מההשבתה קטנו באופן משמעותי הכמויות שיוצרו על ידי החברה ברבעון השלישי של השנה, והסבו לה הפסד גולמי, תפעולי ונקי. כאמור, עוד קודם לפרוץ המלחמה, במהלך הרבעון השני של שנת 2006, השביתה החברה את מתקן האתילן כחלק מתוכנית ההרחבה וניצלה את ההשבתה לתחזוקה גם במתקן הפוליאתילן והפוליפרופילן, ארועים שפגעו אף הם בתוצאות הכספיות.

כרמל אולפינים : תמצית דוחות רווח והפסד במיליוני ש"ח						
2001	2002	2003	2004	2005	1-9/05	1-9/06
1,211	1,217	1,415	1,653	2,139	1,613	1,431
153	141	223	302	422	345	136
44	42	38	35	51	37	28
59	46	65	60	65	46	51
50	53	120	208	306	262	57
148	140	201	283	389	323	117
5	2	3	4	31	27	(10)
42	-	14	4	-	-	-
(5)	41	75	183	242	210	51

דוח רווח והפסד: שיעור שינוי							
2001	2002	2003	2004	2005	1-9/05	1-9/06	
	0.5%	16.3%	16.8%	29.4%		(11.3)%	שיעור שינוי בהכנסות
12.6%	11.6%	15.8%	18.3%	19.8%	21.4%	9.5%	רווח גולמי %
3.7%	3.4%	2.7%	2.1%	2.4%	2.3%	2.0%	מכירה ושיווק %
4.9%	3.8%	4.6%	3.6%	3.0%	2.9%	3.6%	הנהלה וכלליות %
4.1%	4.3%	8.5%	12.6%	14.3%	16.2%	4.0%	רווח תפעולי %
12.2%	11.5%	14.2%	17.1%	18.2%	20.0%	8.2%	EBITDA %
(0.5)%	3.4%	5.3%	11.1%	11.3%	13.0%	3.6%	רווח נקי %

### תמצית תוצאות הפעילות הרבעוניים ינואר-ספטמבר 2006

רבעון 1		רבעון 2		רבעון 3		
2005	2006	2005	2006	2005	2006	
538	577	507	499	568	355	הכנסות
160	94	104	57	81	(15)	רווח גולמי
133	65	76	30	53	(38)	רווח תפעולי
154	85	95	50	74	(18)	EBITDA
99	56	45	28	65	(33)	רווח נקי
29.7%	16.3%	20.5%	11.4%	14.2%	הפסד	רווח גולמי %
24.7%	11.2%	15.0%	6.0%	9.3%	הפסד	רווח תפעולי %
28.6%	14.7%	18.7%	10.0%	13.0%	הפסד	EBITDA %

**תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת מבטאים את החוזק העסקי של החברה. ההשקעות במתקנים החדשים וכן השקעות נוספות שובצעו בעיקר בשנים 2005 ו-2006 הובילו להגדלה בחוב של החברה וביחסי הכיסוי התזרימיים**

התזרים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון חוזר (Funds From Operations – FFO) רשם גידול מתמשך בשנים 2001-2005 בשל הגידול בהכנסות וברווחיות. הגידול במכירות הוביל לגידול בצורכי ההון החוזר, שהחליש את התזרים מפעילות שוטפת (Cash From Operations – CFO) במרבית השנים האחרונות. החולשה בתזרימי המזומנים מפעילות שוטפת בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 היא תוצאה כאמור של הפגיעה במכירות וברווחיות, בייחוד ברבעון השלישי של השנה, לצד עלייה חדה בימי המלאי כתוצאה מייבוא של פולימרים שנועדו לאפשר אספקה זמינה ללקוחות בשוק המקומי בזמן השבתת המתקנים בתקופת המלחמה.

בשנת 2004 חלו שתי התפתחויות אסטרטגיות משמעותיות שהובילו לתזרים חופשי (תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת בניכוי השקעות ברכוש קבוע ודיבידנדים – Free Cash Flow / FCF) שלילי בכל אחת מהשנים 2004-2006. ההתפתחות המשמעותית הראשונה הייתה כניסה לתוכנית ההשקעה במתקן הפוליפרופילן, לצד השקעות נוספות במתקנים, בצידוד לעמידה בתקני איכות סביבה ובתשתיות משלימות. כך, החל משנת 2004 ועד ספטמבר 2006 השקיעה החברה ברכוש קבוע סכום מצטבר של כ-1.64 מיליארד ש"ח, מרביתם בגין תוכנית ההשקעה בפרויקט הרחבת הפוליפרופילן, כולל היוון חלק מעלויות המימון, והיתר השקעות בטיפול תקופתי, במלאי חלפים וכן השקעות במתקנים לצמצום הנזק הסביבתי. התפתחות נוספת הייתה החלטה על מדיניות דיבידנדים במסגרת הסכם הבעלים משנת 2004, שהובילה לחלוקה של כ-444 מיליון ש"ח דיבידנד בשנים 2003-2005, מתוכם 180 מיליון ש"ח דיבידנד חד פעמי והיתר דיבידנד בגין הרווחים השוטפים.

ההשקעות ברכוש קבוע בשנים 2004-2006 בוצעו במימון חוב פיננסי במלואן, ויתרת החוב הפיננסי ליום 30.9.2006 עומדת על כ-1.55 מיליארד ש"ח. היחס בין החוב הפיננסי לבין התזרים מפעילות שוטפת עמד על 10.2 בסוף חודש ספטמבר 2006, 5.3 בסוף שנת 2005 ו-1.4 בסוף שנת 2004. ההרעה ביחס הכיסוי נובעת מכך שהגידול בחוב הפיננסי מימן השקעות שטרם הניבו לחברה תזרימי מזומנים, וצפויים לעשות כן החל משנת 2007, ובתפוקה מלאה רק משנת 2008. להערכת מידרוג, בהתבסס על תחזיות המזומנים שקיבלה מהחברה ועל ניתוחי רגישות שביצעה, יחסי הכיסוי צפויים להשתפר במידה ניכרת עם הפעלת מתקן הפוליפרופילן בתפוקה מלאה.

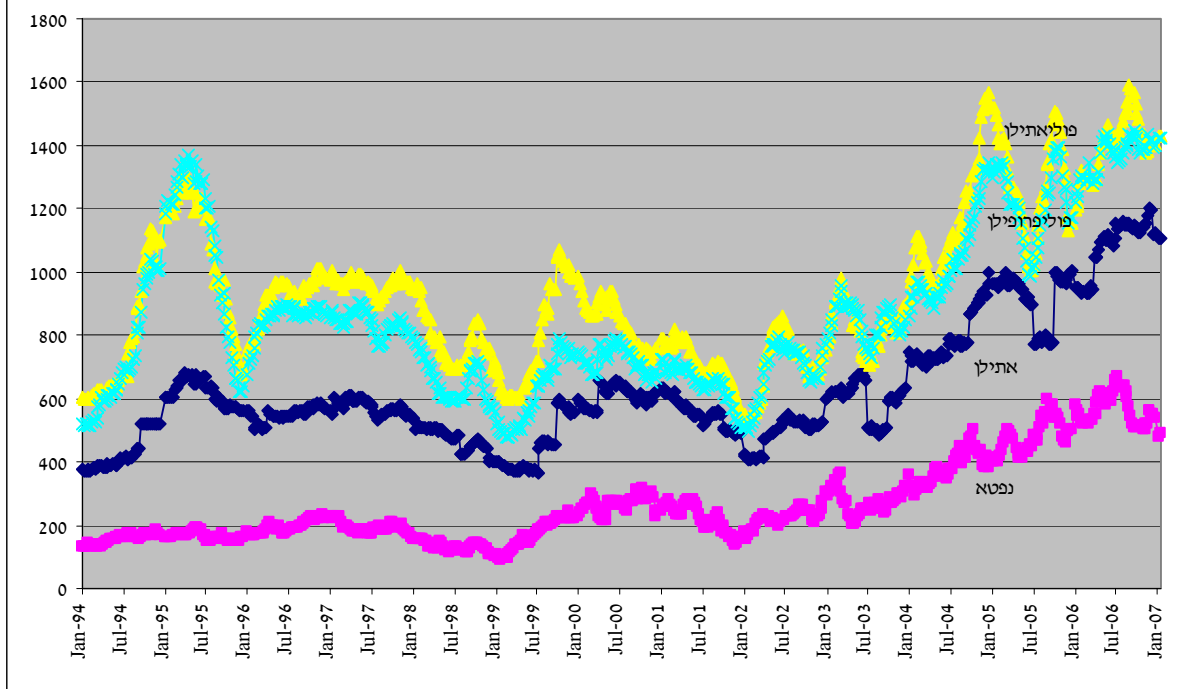
<b>כאו"ל: תזרימי מזומנים ויחסי כיסוי</b>							
<b>במיליוני ש"ח</b>							
<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>1-9/05</u>	<u>1-9/06</u>	
104	118	140	200	274	229	127	FFO
19	83	141	159	145	126	114	CFO
(25)	(21)	(31)	(127)	(529)	(357)	(801)	CAPEX
(22)	-	-	(233)	(126)	(126)	(85)	DIV
(28)	62	110	(201)	(510)	(357)	(772)	FCF
148	140	201	283	389	323	117	EBITDA
113	55	-	222	766	611	1,555	סך חוב פיננסי
1.1	0.5	-	1.1	2.8	2.0	9.2	חוב פיננסי ל- FFO
5.9	0.7	-	1.4	5.3	3.6	10.2	חוב פיננסי ל- CFO
Neg	0.9	-	Neg	Neg	Neg	Neg	חוב פיננסי ל- FCF
0.8	0.4	-	0.8	2.0	1.4	9.9	חוב פיננסי ל- EBITDA

## גורמי סיכון עסקיים

### ענף תנודתי ובעל מחזוריות עסקית אינהרנטית

תעשיית הפטרוכימיה היא מחזורית בטבעה, כתוצאה מעודף או מחוסר היצע על פני הביקוש, כתלות בהתפתחות המרווחים וכושר הייצור. הגידול בביקושים למוצרים פלסטיים בעולם מושפע מהתפתחות רמת החיים ומשינויים במצב הכלכלי. השינויים בהיצע, לעומת זאת תלויים בהיקף כושר הייצור ובתזמון של הפעלת מתקנים חדשים. כתוצאה מהדינאמיקה בין הביקוש וההיצע ביניהם נוצרת בעולם מחזוריות של גאות ושפל בביקושים ובמחירים של חומרי גלם למוצרי פלסטיק בתדירות של כ-10 שנים. כך, במקרים בהם קיים חוסר איזון בין היצע לביקוש נוצרים חסרים המביאים לעליית מחירים, וכתוצאה מכך להגדלת מלאים על ידי הלקוחות, מה שמביא לעליית מחירים נוספת. עליית המחירים מובילה לעלייה במרווח בין חומר הזינה לפולימרים, ולהחלטות השקעה על הקמת מתקנים חדשים. תוספת כושר הייצור עשויה להוביל לעודף היצע על פני הביקושים, שיוביל להורדת מחירים ולירידה במרווחים. כמו כן, שינויים במחירי הנפט הגולמי ובעקבותיו במחירי חומרי הזינה, ובעיקר הנפט והאתילן מובילים לתנודתיות במחירי חומרי הגלם והמוצרים. אירועים חיצוניים כמו אי יציבות פוליטית, פגעי מזג אוויר, בעיות תפעוליות במפעלי ייצור ואחרים גורמים לתנודתיות במחירי חומרי הגלם. השינויים במחירי הפולימרים אינם מתואמים באופן מלא עם השינויים במחירי הנפט, מצב זה המקצין את התנודות ברווחיות. בשנים 1997-1998 נהנה הענף ממרווחים גבוהים בין חומרי הזינה לבין הפולימרים. בשנות האלפיים עקב כניסת הכלכלה הגלובלית לשפל ובשל אי יציבות גאו-פוליטית בפרט במזרח התיכון, נרשמה עליה במחירי הנפט וירידה במחירי הפוליאתילן והפוליפרופילן. בשנים האחרונות, ובפרט משנת 2003 חל גידול חד במרווחים כתוצאה מעלייה מהירה יותר במחירי הפולימרים, בהשוואה לעלייה במחירי הנפט.

מחירים עולמיים של פולימרים וחומרי זינה 1994-2006 (דולר לטון)



**מחד חסמי כניסה הוניים גבוהים, מאידך מסחר חופשי במוצרים**

הקמת מתקני ייצור פוליפרופילן ופוליאתיילן דורשת השקעות הוניות גבוהות, תקופת השקעה ממושכת, עלויות תחזוקה שוטפות גבוהות וכן עמידה בתנאי תקינה מחמירים, הכרוכה בהשקעות ברכוש קבוע. כל אלה יוצרים חסמי כניסה גבוהים בישראל ובעולם בפני הקמת מתקני ייצור מתחרים. ויכולת תגובה נמוכה לשינויי ביקוש והיצע בטווח הקצר. יחד עם זאת, יכולת החברה להגיב לשינויי ביקוש והיצע בטווח הקצר הינה מוגבלת בהיקף כושר הייצור שלה. זאת ועוד, ייבוא הפולימרים לישראל פתוח לתחרות חופשית מכל העולם, ובפרט נכון הדבר לגבי הפוליפרופילן, שמחירו אינו נתון לפיקוח ואין עליו מכסי ייבוא. מחיר המכירה נקבע בהתאם למחירי שווקים בינלאומיים הזולים ממחירי המכירה של מוצרי כאו"ל בישראל. כאו"ל מתבססת על יתרונה היחסי לזמינות אספקה גבוהה בשוק המקומי ועל החיסכון בעלויות האחסון של הלקוח.

**חשיפה גבוהה לשוק המקומי, וללקוח עיקרי התורם כ-12% מסך ההכנסות. עם זאת, הביקוש בשוק המקומי נובע מענף הפלסטיק - ענף רחב וצומח. הגדלת כושר הייצור צפויה להגדיל את המכירות לייצוא**

כ-70% ממכירות החברה בשנים האחרונות הופנו לשוק המקומי, ולביקושים של ענף הפלסטיק בפרט. מאפיין זה יוצר לחברה חשיפה גבוהה יחסית לכלכלה המקומית ולצמיחה של ענף הפלסטיק בפרט. יחד עם זאת, מעל למחצית מהמכירות של ענף הפלסטיק בישראל מיועדים לייצוא, בעיקר למערב אירופה ולצפון אמריקה, מאפיין המצמצם בעקיפין את החשיפה המקומית. מעבר לכך, הדומיננטיות של החברה בשוק המקומי והיתרונות התחרותיים הנובעים מזמן האספקה הקצר ליצרנים מקנים לה יתרונות תחרותיים גבוהים. מדינות הייצוא העיקריות של החברה הן תורכיה (כ-35% מהמכירות), איטליה (38%) ואנגליה (16%). תוספת כושר הייצור עם ההפעלה המלאה של מתקן הפוליפרופילן עשויה להגדיל במידה משמעותית את מכירות החברה לייצוא. להערכת מידרוג, הביקושים למוצרי החברה בשווקים העולמיים הינם גמישים יחסית בשל חלקה הקטן יחסית בשוק והביקושים הצומחים למוצר. לחברה לקוח עיקרי אחד המהווה כ-12% מהמכירות, והוא פועל מול החברה שנים ארוכות. יתרת המכירות מפוזרות על פני מאות לקוחות מענף הפלסטיקה בישראל ובחו"ל.

**תהליך הייצור הרציף חשוף לתקלות שעלולות להיות בעלות השפעה מהותית על התוצאות הכספיות. לחברה כיוסו ביטוחי מלא על מתקניה ועל אובדן רווחים**

תהליך הייצור בחברה הינו רציף והמשכי ולפיכך לתקלה באחד משלבי הייצור השפעה מכרעת על כלל פעילות הייצור. השבתת מתקן האתילן עלולה לגרום להשבתת כל מתקני הייצור ולהפסד הכנסות משמעותי. לתקלות שונות עשויה להיות השפעה חריגות במונחי בטיחות או איכות סביבה. לכאוו"ל מתקן אחסון אתילן הממוקם בנמל חיפה אשר מאפשר לה, במקרה של תקלה, לייבא אתילן מחו"ל. החברה מבוטחת על ידי קונסורציום של חברות ביטוח בינלאומיות. החברות בקונסורציום מדורגות GROUP A ומעלה. הכיוסו הביטוחי כולל עלויות בגין תיקון המתקנים ואובדן רווחים ל- 24 חודש. אירוע ביטוחי מוגדר כל מקרה של שריפה, פיצוץ ושבר מכני. בנוסף קיים כיוסו למקרה של נזק עקב רעידת אדמה. במסגרת ההרחבות מבוטחת החברה גם בגין הפסדי הכנסות מלקוחות וכן תקלות אצל ספקים. החברה מכוסה גם בביטוחי צד שלישי וחבות המוצר וכן כנגד פעולות טרור, בפוליסה נפרדת, עד לגבול אחריות של 100 מליון דולר. החברה משקיעה סכומים משמעותיים בתחזוקה שוטפת למען שמירה על תקינות הציוד ולשם הארכת משך חייו. אחת ל-4-5 שנים, מתבצעים טיפולים תקופתיים במתקנים. טיפול מעין זה כרוך בהשבתה מוחלטת של המתקן לתקופה של כחודש ימים בעלות של כ-45 מיליון ש"ח (לא כולל אובדן הכנסות). בשנים האחרונות לא היו במתקני החברה תקלות מהותיות.

**החברה מחויבת לעמוד בדרישות תקינה קפדניות הכרוכות בהשקעות כבדות. כנגד החברה מספר תביעות תלויות, בעיקר בנושאי איכות סביבה ונזקי גוף**

בתהליך הייצור בחברה נעשה שימוש בפחמימנים הנחשבים כחומרים דליקים וכן שריפת גז בתנורים ומזוט בדוודי הקיטור הכרוכה בפליטת מזהמים לאוויר. כתוצאה מכך החברה נדרשת בשורה של חוקים, תקנות והוראות ייחודיות (צווים אישיים, היתר רעלים, היתר הזרמה) בתחום איכות הסביבה ובתחום הבטיחות. בנוסף היא כפופה לאמנה ליישום תקנים בדבר פליטת מזהמים לאוויר שנחתמה בין המשרד לאיכות הסביבה לבין התאחדות התעשיינים בישראל. באמנה קבועים תקני פליטה שנועדו להפחית מזהמי אוויר לסביבה. החברה משקיעה סכומים משמעותיים בציוד ומתקנים שנועדו להפחית פליטת מזהמי אוויר לסביבה. עד לסוף שנת 2006 הושקעו כ-2.3 מיליון דולר במתקנים וציוד שנועדו לעמוד בדרישות המשרד לאיכות הסביבה. על פי התקציב המתוכנן לשנים 2007 ו-2008 אמורה כאוו"ל להשקיע כ-9.0 מיליון דולר נוספים בנושא זה. בנוסף, החברה ביצעה השקעות בהיקף של כ-1.5 מיליון דולר במתקני בטיחות ולשנים הבאות מתוכננת השקעה של כ-3.0 מיליון דולר נוספים בנושא זה.

כנגד החברה וחברות נוספות עומדות מספר תביעות משפטיות בגין נזקי גוף ורכוש בשל הזרמת שפכים מזהמים לכאורה לנחל הקישון במשך השנים. לדברי הנהלת החברה, בהתבסס על יועציה המשפטיים, היא אינה יכולה להעריך את סכום החשיפה, אם בכלל, ולפיכך לא כללה כל הפרשה בנדון בדוחות הכספיים. לטענת ההנהלה, לרשותה טענות הגנה טובות לפעולותיה, הנובעות בין היתר מכך שהיא אחראית לחלק קטן מהשפכים שהוזרמו לקישון וכן מכך שהיא פעלה בכפוף לתקנים שנקבעו לה על ידי הרשויות.

החל מיום 26.3.2006 עומדת כנגד כאוו"ל ובז"ן תביעה בקשר לאירועי פליטת עשן ממתקני החברות בשנת 2003. כמו כן הוגשה בקשה להכיר בתביעה כתובענה ייצוגית. התביעה עומדת על סך של 150 מיליון ש"ח. ביום 15 ביוני 2006 הגישו התובעות ביחד עם כאוו"ל ומנכ"ל כאוו"ל בקשה מוסכמת למחיקת כאוו"ל ומנכ"ל כאוו"ל מהבקשה לאישור ומהתביעה.

בהחלטה מיום 26 ביוני 2006 התייחס בית המשפט המחוזי בחיפה לבקשת המחיקה המוסכמת האמורה כאל הסדר פשרה בתביעה ייצוגית, הכפוף להתנגדויות הציבור והיועץ המשפטי לממשלה, והורה לפרסם את הבקשה לקבלת התנגדויות כאמור. כאוו"ל הגישה לבית המשפט העליון בקשת רשות ערעור על ההחלטה האמורה, בטענה כי אין המדובר בהסדר פשרה, כי אם בהסתלקות מתביעה ייצוגית, שאינה כפופה לקבלת התנגדויות כאמור. לא נערכה שום הפרשה בגין תביעה זו.

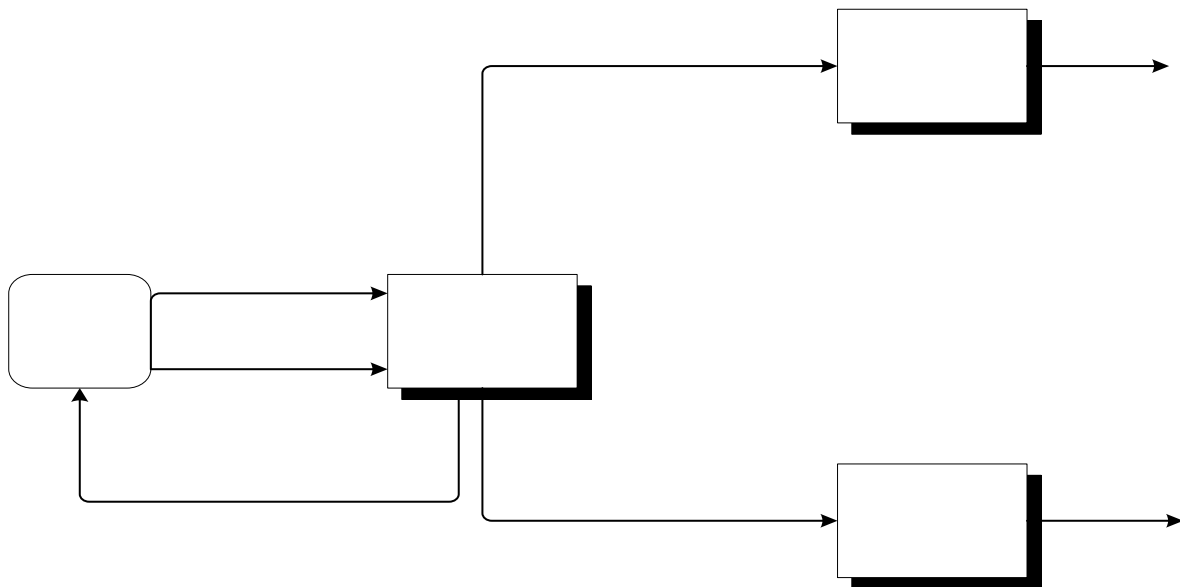
### **תלות הדדית בין כאו"ל לבז"ן בתחום אספקת הנפטא**

לכאו"ל תלות גבוהה בבז"ן המספקת לה את חומרי הזינה נפטא קלה (נפטא עשירה באתילן) ופרופילן, וכן שירותים הכוללים אספקת חשמל, טיהור שפכים והזרמתם לקישון. הנפטא מועברת באמצעות צינור הובלה משטח בז"ן ישירות אל שטח מפעלי החברה. תמחור המוצרים והשירותים נקבע בהסכם אספקת חומרי זינה בין כאו"ל לבעלות השליטה בה: בז"ן ומפ"ב. הסכם הבעלים מסדיר את אספקת חומרי הזינה מבז"ן למתקן הפוליפרופילן החדש של כאו"ל לתקופה של 10 שנים ממועד הפעלת מתקן הפרופילן החדש ועד שנת 2011 לשאר המתקנים.

לבז"ן מצידה, תלות מסוימת בכאו"ל, המספקת לבז"ן תוספי דלקים שונים המשתחררים בתהליך פיצוח האתילן, אותם בז"ן מוכרת לתעשיית הדלקים. כמו כן, מהווה כאו"ל לקוח עיקרי של הנפטא הקלה.

במסגרת מגבלות תקינה החלות על בז"ן, הודיעה בז"ן על כוונתה להקטין את אספקת הנפטא מייצור עצמי בשנים הקרובות. על פי הסכם אספקת חומרי הזינה בין בז"ן ומפ"ב לבין כאו"ל, ישתנה הרכב האספקות של הנפטא מ-600 אלפי טון נפטא קלה לשנה ל-350 אלפי טון נפטא קלה 2501 אלפי טון נפטא מלאה, החל משנת 2006. מתקן האתילן הותאם לאחרונה לשימוש בנפטא מלאה בעלות של כ-13 מיליון דולר. את יתרת כמות הנפטא שתידרש לחברה, תייבא כאו"ל בעצמה או באמצעות בז"ן. יש לציין כי בעבר, בעת מחסור בבז"ן, ייבאה החברה חלק מצריכת הנפטא הקלה מחו"ל. מחיר השוק של הנפטא המסופקת ביס התיכון מתבסס על מחירי CIF LAVERA. כאו"ל תרכוש את הנפטא במחירי השוק.

### **תרשים זרימה של תהליך הייצור בכאו"ל**



### *רווחיות גולמית תנודתית המושפעת ממחירי הסחורות העולמיות*

הפרמטר המשמעותי בעלות המכר של כאו"ל הינו מחיר הנפט, הנרכש מבז"ן ומשמש בייצור חומרי הזינה אתילן ופרופילן. תצרוכת החומרים ומוצרים קנויים היוו כ-70% מסך עלות המכר בממוצע בשנים האחרונות. בתוך כך מהווה הנפטא מרכיב עיקרי עם שיעור של בין 50-45% מהמכירות וכ-60-50% מסך עלות המכר. רמת מחירי הנפטא היא תנודתית ומושפעת מהמחזוריות ברמות הביקוש וההיצע בעולם כולו. החל מסוף העשור הקודם, בעקבות העליות החדות במחירי הנפט, חלה עלייה חדה גם במחירי הנפטא, ורמת הרווחיות הגולמית רשמה ירידת מדרגה (מרמה של כ-25% ומעלה באמצע שנות ה-90 לרמה של כ-13% בתחילת העשור הנוכחי). בשנים 2003-2005 הצליחה החברה לשפר את הרווח הגולמי, חרף עלייה במחיר חומרי הזינה, וזאת בשל כך שהעלייה במחירי הפולימרים הייתה חדה ומהירה יותר. מחירי מוצרי החברה נקבעים בשווקים הבינלאומיים ונתונים לתנודות הנובעות משינויים בהיצע וביקוש וכן ממחירי חומרי הגלם. עם זאת, המתאם בין עליית מחירי הפולימרים לעלייה במחיר הנפטא הינו חלקי ותנודתי. לא קיימים שווקים עתידיים משוכללים למוצרי החברה, אלא רק לחומרי הגלם לכן, לא מבצעת החברה הגנה על סיכונים מחיר. האספקה של מוצרי החברה לשוק המקומי מתבצעת just in time (הזמנה מתקבלת ומסופקת תוך יום אחד בשער המפעל). מחיר המכירה נקבע על פי מחירון חודשי. זמן האספקה של המכירות לחו"ל הינו כחודש וחצי בממוצע. מחיר המכירה נקבע במועד ההזמנה, ומותאם למחיר במועד האספקה (כלומר, אם המחיר יורד במהלך תקופה האספקה - המחיר הנמוך הוא הקובע). מחירי החברה ללקוחות בישראל ובחו"ל צמודים לדולר.

***מרכיב גבוה של עלויות ייצור קבועות, שתורגם ליתרון לגודל בתקופה של גידול במכירות, עלול לפגוע ברווחיות החברה בתקופות של מחזוריים שליליים***

מבנה הבעלות על כאו"ל מקנה לה כיום גמישות נמוכה בניהול העובדים ומרכיב העבודה מהווה חלק קבוע יחסית בהוצאות החברה. ההשקעות הכבדות המאפיינות את הפעילות משיתות על הפעילות מרכיב גבוה של פחת. שיעורן של הוצאות העבודה והפחת ביחס למכירות ירד במידה משמעותית בשנים 2003-2005, עם הגידול במכירות החברה. כך, בשנת 2002 היוו הוצאות אלו 16-17% מהמכירות ואילו בשנת 2005 הן היוו כ-10%. מאפיין זה של ההוצאות תרם באופן חיובי לשיפור הרווחיות עם הגידול במכירות, והוא צפוי להטיב עמה לאחר הרחבת כושר הייצור של הפוליפרופילן.

***צורכי הון חוזר גבוהים יחסית למכירות, הנובעים בעיקר מימי אשראי גבוהים ללקוחות בישראל***

מדיניות החברה הינה להחזיק מלאי מוצרים מוגמרים בכמות המתאימה לתצרוכת של הלקוחות בשוק המקומי, לתקופה שבין שבועיים לחודש, וזאת למקרה של עצירה לתיקון תקלות במתקני החברה, במידה ויהיו, ללא פגיעה באספקה לשוק המקומי. תנאי האשראי ללקוחות הם בממוצע שוטף בתוספת 75 יום. האשראי הניתן ללקוחות מכוסה בביטוח אשראי או בביטחונות המאושרים על ידי וועדת האשראי של החברה. חריגות מובאות לאישור הדירקטוריון. תנאי האשראי מספקים הם בממוצע שוטף בתוספת 40 יום. על חלק מהעסקאות עם ספקי חו"ל נפתחים מכתבי אשראי.

צורכי ההון החוזר עמדו בשנים 2003-2005 על כ-25% מהמכירות, שיעור גבוה יחסית. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 חלה הרעה משמעותית בצורכי ההון החוזר, שנבעה בעיקר מגידול בימי הלקוחות, אשר קוזז רק בחלקו על ידי עלייה בימי הספקים. הגידול החד בימי המלאי ליום 30.9.2006 מקורו ברבעון השלישי של השנה, במהלכו ייבאה החברה מלאי פולימרים כשירות ללקוחותיה, ברווחיות נמוכה מאוד.

כאו"ל: יחסי יעילות תפעולית						
12.02	12.03	12.04	12.05	9.05	9.06	
128	108	101	100	96	107	ימי לקוחות
26	25	31	34	25	68	ימי מלאי
37	38	49	46	36	43	ימי ספקים
30.2%	24.8%	22.0%	25.0%	22.1%	38.0%	הון חוזר / מכירות

**מימון תוכנית ההשקעות הנרחבת - שטרם בוצעה במלואה הגדילה באופן משמעותי את החוב הפיננסי, אולם טרם מקבלת ביטוי בתזרימי המזומנים. במידרוג מעריכים כי רמת המינוף ויחסי הכיסוי צפויים להשתפר במידה משמעותית עם הפעלה מלאה של מתקן הפוליפרופילן**

החוב הפיננסי ליום 30.9.2006 עמד על סך של כ-1.55 מיליארד ש"ח, אשר היוו 55% ביחס ל-CAP. ההון העצמי לאותו מועד הסתכם בכ-1.1 מיליארד ש"ח, שהיוו כ-35.2% ביחס למאזן. החוב הפיננסי מממן את תוכנית ההשקעות במתקני הייצור החדשים וכן השקעות נוספות בנושאי איכות סביבה ובטיחות. במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2006 ובשנת 2007 צפוי החוב הפיננסי לעלות, לצורך מימון המשך תוכנית ההשקעות וכן השקעות בהון חוזר.

כאו"ל: חוב פיננסי ויחסי איתנות באלפי ש"ח					
31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	30.9.2005	30.9.2006	
-	221,631	5,600	367,240	482,170	חוב פיננסי לז"ק
-	-	760,864	243,464	1,072,478	חוב פיננסי לז"א
-	<b>221,631</b>	<b>766,464</b>	<b>610,704</b>	<b>1,554,648</b>	<b>סך חוב פיננסי</b>
1,069,687	1,020,222	1,129,350	1,097,490	1,095,451	הון עצמי
1,516,612	1,738,643	2,402,912	2,193,165	3,113,639	סך מאזן
1,330,529	1,443,685	2,065,284	1,882,237	2,829,172	CAP
70.5%	58.7%	47.0%	50.0%	35.2%	הון עצמי לסך המאזן
0.0%	15.4%	37.1%	32.4%	55.0%	חוב פיננסי ל-CAP
0.0%	12.7%	31.9%	27.8%	49.9%	חוב פיננסי לסך מאזן

יחס החוב לתזרים מפעילות שוטפת בשנת 2005 עמד על 5.3 ואילו בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 הוא עלה לרמה של 10.2, הן בשל העלייה ברמת החוב נוכח התקדמות תוכנית ההשקעה, והן בשל ההרעה בתוצאות הפעילות בשל אירועי המלחמה החריגים. להערכת מידרוג, בהתבסס על תחזיות תזרימי מזומנים שהתקבלו מהחברה ועל ניתוח רגישות שבוצעו על ידי מידרוג, הפעלה מלאה של מתקן הפוליפרופילן צפויה לשפר במידה ניכר את יחס החוב לתזרים המזומנים מפעילות שוטפת ויחס החוב לתזרים המזומנים החופשי.

על מנת לשמור על רמת יחסי הכיסוי הנדרשים לרמת הדירוג של החברה, הציבה מידרוג תנאי מתלה לדירוג, בדרך של מגבלה מרבית לשיעור החוב נטו ל-CAP. המגבלה הוצבה בצורה מדורגת, בהתאם לאבני הדרך להשלמת תוכנית ההשקעה והפעלה מלאה של המתקן.



### **חשיפה מטבעית המחוסנת באופן חלקי באמצעות מדיניות גידור מובנית על תזרים המזומנים לטווח הקצר**

מחירי המוצרים בשוק המקומי נקבעים בהסתמך על המחיר הבינלאומי ועל שער החליפין. התמורה בשקלים מהמכירות ליצוא תלויה אף היא בשער החליפין. מדיניות החברה, כפי שאושרה על ידי הדירקטוריון, היא להגן על החשיפה לשינויים בשער החליפין בטווח של מספר חודשים, ברמת נכסים והתחייבויות שוטפים, הבאים לביטוי בתזרימי המזומנים השוטפים ומהווה חשיפה כלכלית. לחברה עודף נכסים על התחייבויות במט"ח או בצמוד לו. כדי לצמצם את חשיפתה עושה החברה שימוש במכשירים פיננסיים. הדירקטוריון לא קבע מגבלות באשר לשיעור החשיפה, וועדת החשיפה מחליטה על כך על פי שיקול דעתה. אחת לשבוע דנה הועדה בחשיפה הקיימת ובהתאם להחלטותיה נעשה שימוש במכשירים פיננסיים שונים.

## **אופק הדירוג**

### **גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג**

- חריגה ממתווה יחס החוב נטו ל-CAP שהוגבל במועד הדירוג: חוב נטו/CAP מרבי של 50% עד ליום 31.12.2007 וחוב נטו/CAP מרבי של 45% החל מיום 30.6.2008
- יחסי כיסוי תזרימיים שלא יתמכו בתוכנית ההשקעות שבוצעה, ויהיו שונים לרעה במידה מהותית מאלו הצפויים היום לתקופה שלאחר יישום מלא של תוכנית ההשקעות
- התממשות של תביעות העומדות נגד החברה באופן שיש בו לפגוע במידה משמעותית באיתנותה הפיננסית, בתזרימי המזומנים וביכולת הפרעון שלה
- אירועים בטחוניים שישפיעו לרעה על תוצאות הפעילות לתקופה ממושכת

**סולם דירוג התחייבויות**

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

דו"ח מספר : CIC010307850M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2007.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.